

ФИНАНСОВИЯТ АСПЕКТ НА НОВАТА ПАРАДИГМА В КОРПОРАТИВНИЯ МЕНИДЖМЪНТ – УПРАВЛЕНИЕ НА СТОЙНОСТТА¹

THE FINANCIAL ASPECT OF THE NEW PARADIGM IN CORPORATE MANAGEMENT - MANAGEMENT OF VALUE

доц.д-р Виолета Касърова, Нов български университет
ass.prof. Violeta Kasarova, PhD, New Bulgarian University

Анотация: В доклада се разглежда новата управленска концепция – стойностно базираният мениджмънт, и по-конкретно нейният финансов аспект. Представени са данни за разпространението на тази концепция. Направена е характеристика на моделите, които се използват за оценка стойността на компанията. Посочват се причините, поради които стойностно базираният мениджмънт все още не е популярен в българската икономика.

Abstract: The report examines new management concept - value-based management (VBM), in particular its financial aspects. Presents data on the prevalence of this concept. It has been characteristic of the models used to estimate the value of the company. Given are the reasons why value-based management has low popularity in Bulgarian economy.

Key words: value based management (VBM),

Indexes of JEL classification: G30, G32, D46

Глобалното разширяване на пазарите и ръстът на конкуренцията стимулират компаниите да анализират външните и вътрешни фактори, лежащи в основата на ефективността на дейността им. За оценка на въздействието им върху крайния резултат от стопанската дейност все по-често се използват показатели за ръст на стойността на компанията, което е свързано с разбираемия стремеж на собствениците (акционерите) към повишаване ефективността от използване на притежавания от тях капитал и по този начин – към повишаване на богатството им.

Управленското решение в съвременните условия може да се счита за приемливо, ако реализацията му осигурява повишаване на стойността на компанията. Стойността е в центъра на нова управленска концепция, известна под името Управление на стойността (*Value Based Management - VBM*), според която компанията е механизъм за създаване на стойност и благосъстояние за собствениците. Тя е продукт на започналата информационна революция в мениджмънта, дефинирана от Питър Дракър², като революция на концепции. VBM е символ на съвкупност от съвременни управленски технологии, инструменти и метрики, които прилагани във финансовия мениджмънт водят до сериозен корпоративен успех. Статистиката свидетелства, че в организациите,

¹ Пленарен доклад пред Научно-практическа конференция „Корпоративните финанси в България – днес и утре”. 28-29 септември 2009 г., София, Нов български университет, Департамент „Икономика и бизнес администрация”; ISBN 978-954-535-632-2

² Drucker. P.F. The Next Information Revolution. Forbes ASAP, August 24, 1998

в които управлението се осъществява на основата на стойността, финансовите показатели се изпълняват средно с 8,25% годишно³.

Консултантската компания Marakon Associates Inc. е изчислила, че в предприятия, които не прилагат новата управленска концепция, стойността на акциите им формира само 30-40% от капитала. В същото време, компании, използващи VBM, носят на своите акционери доход, превишаващ с 3.1% средните показатели за съответния отрасъл. В зависимост от големината на предприятието, паричният израз на този процент може да бъде впечатляващ.⁴

В европейските страни, според едно изследване на СИМА, VBM концепцията е внедрена в 75% от крупните компании на Германия, Ирландия, Швейцария, Австрия; в Англия – 65%, Франция – 50%, Италия – 40%, Норвегия и Швеция – 30%. Най-масово се внедрява тази иновация във високотехнологичните компании в Европа.

С всяка година VBM концепцията намира все повече привърженици, и фактът, че се прилага в компании като DuPont, General Electric, Thomson Corporation, NDC Health, Colgate Palmolive, AT&T, BASF, Sony, Toyota, The Williams Company, Disney World, WalMart, McDonald's, The Charles Schwab Corporation, Dell, Microsoft, Southwest Airlines, Duracell, IBM, Exxon Mobil, Chevron, AIG, Metro, говори много. В специално издание на списанието Fortune ежегодно се обявяват компаниите, създатели на стойност, а Wall Street Journal публикува рейтинги, определени на базата на създаденото богатство за акционерите.

Благодарение на въвеждането на VBM практиката, например:

- Компанията Lloyds TSB започва да удвоява стойността за акционерите си на всеки три години⁵;
- Harsco постига в 2001 г. стойност на показателя TSR 22.7% срещу негативната стойност 35.8% година преди това⁶
- Средното значение на показателя TSR в британските компании, които са VBM фокусирани, е 16% срещу (-4%) за останалите⁷
- Компанията ThyssenKrupp AG поддържа трайно положителен спред (ROIC-WACC) през периода 2007-2008 г.⁸
- Cadbury Schweppes за 5 години (1996-2001 г.) удвоява съвкупната си акционерна печалба, реализира двуцифрен ръст на печалбата на акция (EPS) и ежегоден свободен паричен поток от 150 млн.фунта⁹.
- Мебелната компания Herman Miller за три години след внедряване на VBM концепцията намалява материалните запаси и търговските вземания с повече от 20% и подобрява доходността си. Цената на

³Д.Каледонский. Value Based Management: ни отнять, ни прибавить. Електронен документ: <http://www.intalev.com.ua/?id=22827>

⁴ Д.Каледонский. Цит.съч.

⁵ СИМА (2004a).Maximizing shareholder value, achieving clarity in decision- makin. Tecnical report, Charter Institute of Management Accountants

⁶ Value Based Management. Done Right: The EVA Implementation at Harsco. Електронен документ: <http://www.docstoc.com/docs/9048801/VBM-Done-Right-EVA-Implementation-at-Harsco>

⁷ Hodak Value Advisors. The Value of Value-Based Management. Електронен документ: <http://www.hodakvalue.com/>

⁸ Електронен документ: http://www.thyssenkrupp.com/independent/tkva_en.html

⁹Жесткое требование жизни. Инвестгазета, 05-11.02.2007, с. 2-3. Електронен документ: <http://netton.com.ua/doc/IG-05-mary-2.pdf>

акциите на дружеството се увеличават от \$ 11 през 1995 до \$ 36 през 1997 г.¹⁰

Практическата реализация на концепцията VBM позволява съществено да се повиши качеството на мениджмънта и инвестиционната привлекателност на бизнеса. Може би поради това тя се е превърнала в бизнес религия и споменаването ѝ в годишния отчет на компанията е атестат за иновативно мислене и действие от страна на мениджмънта. Ето и някои примери:

<i>„Постоянното повишаване на благосъстоянието на акционерите – това е крайната цел на нашата дейност”</i>	<i>Roberto Goizueta, главен изпълнителен директор на Coca-Cola, 1981-1998 г.</i>
<i>„Отношенията на партньорство между съвета на директорите на компанията и нейното ръководство са насочени към достигане на нашата главна цел — осигуряване на дългосрочно благосъстояние на собствениците на акции”</i>	<i>Campbell Soup Company, 1998 Annual Report</i>
<i>„Нашата най-вжана цел е повишаване богатството на акционерите”</i>	<i>The CSX Corporation, 1998 Annual Report</i>
<i>„Нашата цел – устойчив ръст на стойността на корпорацията и създаване на добавена стойност в интерес на нашите акционери, работници и обществото във всяка страна, където провеждаме дейността си”</i>	<i>Bayer AG, 2002 Annual Report</i>

В редица икономики с формиращи се капиталови пазари новата управленска парадигма вече намира приложение¹¹. Въпреки недостатъчната ефективност на тези пазари, съвременните мениджъри повече се вълнуват не от целесъобразността на използването на новата концепция, колкото от инструментариума за създаване, оценка и управление на стойността, защото стойността е условие за привличане на външно финансиране, за регулиране на отношенията между собственици и инвеститори, за разработване на инвестиционни проекти.

Максимизирането на акционерната стойност в дългосрочна перспектива, като цел на мениджмънта, има вече своето място и в нормативните документи на ЕС¹². Световната финансова криза не намалява актуалността на проблемите на финансовото обновяване на стратегическите решения, защото кризата е свързана не само със загуби, но и с нови възможности за възстановяване на растежа. Една от тях е управление по *критерия стойност* като способ за генериране на парични потоци при приемливо равнище на риска и то не само в компании, търгувани на фондовата борса. Това е пътя да се постигане краткосрочна печалба, подплатена с дългосрочен потенциал.

В българската стопанска практиката VBM концепцията не е достатъчно позната. Две са основните причини за това.

Първата причина е свързана със съществуващото в много стопански организации неразбиране на разликите във функциите на счетоводителя и на

¹⁰ Електронен документ: <http://www.vba.pl/index.php?sect=3&opt=0&doc=95>

¹¹ VBM концепцията се прилага в руските компании Golden Telecom, IBS, РОСНО, «Ниж-фарм», Калина и МТС; в полските компании TETA S.A., Steinhoff Mobel и др.

¹² Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000. The European Shareholders Group, “Euroshareholders”. February, 2000, 8 p.

финансовия мениджър. Много често с финансовите въпроси в компанията се занимава счетоводителя, повишен на длъжност финансов мениджър. Не е удивително тогава, защо основната задача на този мениджър е своевременно да заплати данъците и осчетоводи операциите, да изготви годишния баланс, а въпросите за управлението на капитала и неговата структура, за финансовите стратегии и управленския отчет, за мониторинга върху пазарната ситуация в национален и международен план, са или на втори план, или извън дневния му ред.

Функциите на счетоводителя и на финансовия мениджър са различни по отношение на професионалната и информационната компетентност, на целите и начина на мислене. В съвкупността си те образуват единно цяло, но всеки от тях има своя специфична роля и място в управленския процес. Това най-добре може да се разбере, ако се сравнят аналитичните модели и присъщите им метрики, които те използват.

Счетоводителят прилага аналитичен модел, в който главната цел на развитието на компанията е счетоводната печалба, разглеждана като „последващ ефект” от генериране на счетоводните данни. Положителната ѝ стойност се гарантира само, ако доходите покриват фактическите разходи по осъществени операции.

Финансовият мениджър измерва резултатата от функционирането на компанията чрез икономическата (остатъчната) печалба, т.е. чрез разликата между фактическите приходи от продажба на стоки и услуги и сумата от фактическите, в т.ч. и капиталови, разходи за тяхното производство. Именно капиталовите разходи са компонентът, по който икономическата се различава от счетоводната печалба. Появата на тези разходи във финансовия модел е свързана с факта, че тук собственият капитал не се третира като безплатен ресурс.

Тези два модела в съвременните условия не трябва да бъдат противопоставяни. Съществуващите между тях противоречия могат да бъдат преодоляни, ако те се разглеждат в логическа взаимовръзка и единство, като двете лица на Двуликия Янус. В съвкупността си те обхващат целия жизнен път на компанията: в миналото, настоящето и бъдещето (фиг. 1).



Фиг. 1. Модел на съвременен финансов анализ

Втората причина е лавинообразното развитие на инструментариума на новата парадигма като отговор на разочарованието от показателите на счетоводния отчет, и

по-конкретно – от печалбата като ключов управленски показател. Това разочарование обхвана в края на 80-те години на миналия век мениджъри и инвеститори и бе подсилено от корпоративните скандали и цената, която инвеститорите платиха за тях под формата на намаляване на стойността на вложенията им¹³. На този фон се разрази остра конкуренция между водещи консултантски фирми и академични изследователи, която роди цяла «вселена от показатели»¹⁴ за диагностициране на финансовото състояние на компанията. Разнообразието им затруднява мениджърите и инвеститорите (собственици/акционери), на които, не усвоили още поредния показател, се предлага нов измерител.

Изходът от тази ситуация е, както в обучението на действащите мениджъри, така и в подготовката чрез системата на висшето образование на VBM мениджъри и това го доказва опитът на компаниите, успешно внедрили новата парадигма¹⁵. За съжаление, обаче, българските компании много рядко планират обучения за висшия мениджмънт, докато по света все повече се инвестира в развитие именно на неговите способности. Тук значение има и скептицизма на българските мениджъри към подобни обучения, защото те смятат, че след като от нулата са изградили една печеливша компания, са достатъчно компетентни и имат нужда от финансов ресурс, а не от допълнителни знания.



За българските компании стойностният подход в управлението, в условията на глобална конкуренция, е много актуален, макар че внедряването му е затруднено във връзка с отсъствието на пълноценен капиталов пазар и недостатъчната публичност на българските компании. Не на последно място трудности се създават и от факта, че българските мениджъри и собственици не познават предимствата на този подход.

Българската икономика има конкурентно предимство да внедри стойностния подход в корпоративния мениджмънт, започвайки “на чисто”, вместо да разрушава изградени управленски стереотипи. Благоприятни условия за това създават следните обстоятелства:

¹³ В 1997 г. и 1998 г. PricewaterhouseCoopers провежда глобална анкета сред стотина институционални инвеститори и анализатори в 14 страни. Резултатите са шокиращи: само 19% от анкетираните инвеститори и 27% от анализаторите заявяват, че финансовите отчети са много полезен инструмент за определяне на истинската стойност на компании и само 38% от ръководителите на фирми в САЩ, Европа и Азия виждат реална полза от своите финансови отчети. Картината е още по-драматична във високотехнологичните отрасли на САЩ и Канада, където само 7% от инвеститорите, 16% от анализаторите и 13% от ръководителите на фирми определят данните от финансовите отчети за полезни при определяне на истинската стойност на бизнеса. Цит. по М.Горина, В.Самохвалов. Как "заставить работать" концепцию управления стоимостью в вашей компании. Електронен документ: <http://www.gaap.ru/biblio/corpfin/evaluation/022.asp>

¹⁴ Myers R. Measure for measure. CFO. Magazine 13 (11), 1997, 45-51

¹⁵ По данни на Harvard Business Review в 62 % от предприятията, успешно внедрили VBM концепцията, три четвърти от мениджърите са преминали през съответните обучения и тренинги.

Първо, в нефинансовия сектор в българската икономика преобладаваща е частната форма на собственост на предприятията, а собствениците са най-заинтересовани от увеличаване стойността на бизнеса.

Второ, заплашителната по своите размери междуфирмена задлъжнялост изисква разработване на мерки за защита интересите на собствениците-акционери (а така също и на кредитори, клиенти, персонал, държава) при реализиране на корпоративните стратегии и различни бизнес комбинации.

Трето, за реструктуриране на повечето предприятия у нас се прилагат различни управленски концепции и техники като реинженеринг, система за управление на качеството, бизнеспланиране, оптимизация на данъците, снижаване на себестойността. Ползността им е безспорна, но имат два основни недостатъка: не са обвързани в цялостна система, липсват взаимосвързани критерии и цели нормативи за ефективност и поради това трудно може да се определи влиянието на отделната техника върху ефективността на бизнеса; те са разработени в развитите страни преди 25-30 години и тяхното пропагандиране като панацея днес обрича корпоративния мениджмънт у нас на сериозно изоставане.

Новата управленска парадигма VBM не е свързана само с финансите. Тя е синтез от множество научни области, дисциплини и концепции, корпоративна мисъл и корпоративна практика и възниква на границата между управлението и бизнес оценяването. Тя не взема предвид само финансовата информация, защото като управленската система е много по-комплексна, боравейки, както с количествени методи за анализ, така и с качествени характеристики в организационната структура¹⁶. За приложението ѝ са нужни мениджъри, запознати с оценката и оценители, запознати с управлението, тъй като проблемите на управлението на стойността могат да се решат със специфичните знания от двете области.

Според И.Ивашковская¹⁷ в VBM концепцията се интегрират корпоративното управление, оценката и управлението на стойността. Водещите консултанти на McKinsey Т. Коплан, Т. Колер и Дж. Мурин¹⁸ я разглеждат като синтез на корпоративните финанси и корпоративната стратегия. Характеристика на интердисциплинарния характер на VBM концепцията правят Д.Мартин и Д.Пети¹⁹, според които, към финансите се отнася целевата функция на VBM – създаване и увеличаване на стойността на компанията. Структурата на финансовия отчет, преобразуван за целите на VBM, е заимствана от счетоводството. С бизнес стратегиите и бизнес планирането е свързано изграждането и поддържането на конкурентни предимства на компанията. С организационното поведение и организационната култура се свързва системата за материално стимулиране на персонала.

В концепцията VBM могат да се обособят три аспекта: управленски, корпоративен и финансов. Основните дейности, осъществявани във всеки от тях, са представени на фиг.2.

¹⁶ Value-based management control processes to create value through integration: a literature review Anne Ameels, prof. dr. Werner Bruggeman, Geert Scheipers. Електронен документ: http://www.valuebasedmanagement.net/articles_ameels_valuebased_full.pdf

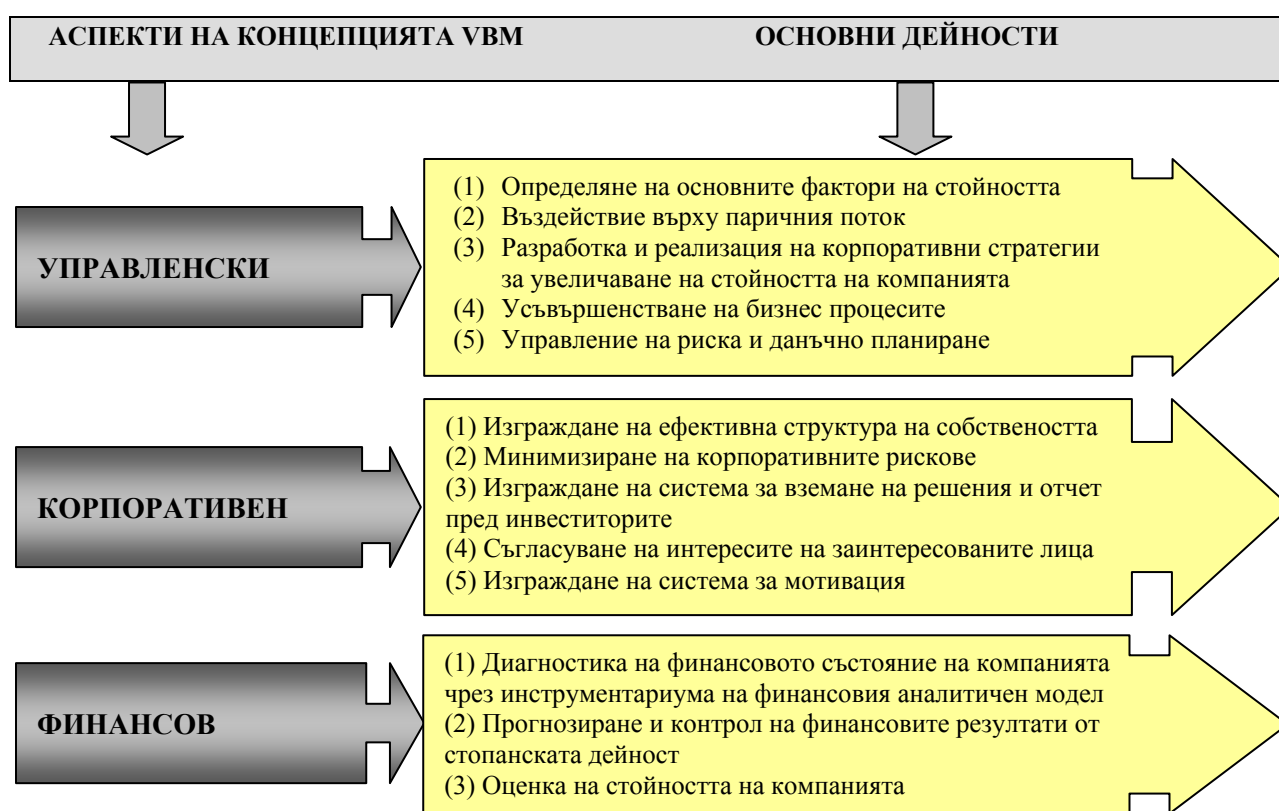
¹⁷ Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту. Российский журнал менеджмента №4, 2004, с.113

¹⁸ Коупленд Т., Т.Коллер, Дж.Муррин. Стоимость компаний – оценка и управление. Олимп-Бизнес, М., 2005, с.2

¹⁹ Мартин Д., Дж. В. Петти. VBM – управление, основанное на стоимости – корпоративный ответ революции акционеров. Баланс Бизнес Букс, Днепропетровск, 2006, с.ХІІІ.

Финансовият аспект е фокусът на новата управленска парадигма, докато останалите два създават средата и осигуряват инструментариума за реализирането ѝ. Тук ще се спрем по-подробно на финансовия аспект, който предполага:

- 1) концентриране на мениджърите върху дългосрочните парични потоци, а не върху текущото изменение на печалбата на акция. Стойността се реализира непрекъснато, но трябва да бъде оценявана само в дългосрочен план – решения, които изглежда, че създават стойност днес може би я разрушават на по-късен етап;
- 2) ориентиране на бизнеса към създаване и максимизиране на ликвидна стойност за акционерите, която може да бъде конвертирана в пари или парични еквиваленти;
- 3) използване на стойността на компанията като интегрален финансов измерител на ефективността от стопанската дейност;
- 4) дефиниране на добавената стойност като израз на конкурентното предимство на компанията.



Фиг.2. Основни характеристики на VBM концепцията

За стойност говорят всички, но логичен е въпросът: коя стойност (или стойности) има място в VBM концепцията. Стойността е общоикономическо базово понятие без общоприето определение. Тя в никакъв случай не означава цена, т.е. действителната сума която може да се плати при сделка между конкретни страни. Тя по-скоро е виждане (икономическа концепция) на пазара за изгодата, получавана от собственика на един или друг актив, което се формира на основата на достъпна информация и служи за вземане на решение по конкретен управленски проблем. И тъй като проблемите са различни, различни са и решенията и следователно – съществуват различни видове стойност. По този повод Шенон Прат справедливо отбелязва: „стойността нищо не означава, докато не ѝ бъде дадено определение. Единна стойност

не съществува – един обект на имуществото може да има различна стойност при различни обстоятелства”²⁰. Това е причината, поради която терминът “стойност” винаги се използва в съчетание с конкретно определение, което я специфицира²¹.

В общоикономическата теория и практика са известни разновидности на стойността (фиг.3) като балансова стойност (*book value*); вътрешна или фундаментална стойност (*intrinsic, fundamental value*); справедлива пазарна стойност (*fair market value*); пазарна стойност (*market value*); пазарна капитализация (*market capitalization of equity*); инвестиционна стойност (*investment value*); ликвидационна стойност (*liquidation value*). Посоченото многообразие е нормативно регламентирано в различни международни и национални стандарти и правни документи, но далеч не е изчерпателно. Всяка заинтересована от развитието на компанията страна, има своя концепция за стойността и във връзка с това – своя представа за дейности, които „добавят стойност”, „унищожават стойност” или са стойностно – неутрални. Поради това, за реализиране на своите конкретни цели и задачи всяка заинтересована страна използва различен вид стойност.



Фиг.3. Пъзелът на стойността

От позициите на VBM концепцията особен интерес представляват стойностите, изградени на основата на пазарната информация за компанията и нейната среда, т.е. пазарната и фундаменталната (вътрешната) стойност, които, в пазарната икономика могат да бъдат определени не само за публично предлагани компании.

Фундаментална (или вътрешна) стойност (fundamental, (intrinsic value) се определя на основата на внимателно, детайлно и съгласувано изследване на всички характеристики на компанията (публична или непублична) и нейната пазарна среда. По същество тя е разчетна стойност, която отразява потенциала на компанията да генерира бъдещи ползи, отчита изискванията на всички заинтересовани страни и в дългосрочен аспект предопределя пазарната стойност. При изчисляването ѝ се вземат предвид стойността на активите на фирмата, вероятните бъдещи лихви, дивиденди, доходи и бъдещ темп на растеж. Поради това тя съответства на сумата на очакваните от владенето на актива изгоди, независимо от пазарните механизми, участници и конкретни транзакции.

С развитието на капиталовия пазар фундаменталната стойност оказва все по-голямо влияние върху цената на акциите. Използването ѝ в управлението означава отношение към компанията като към финансов актив. Тя не е обект на нормативно третиране в закони и стандарти, но е придобила гражданственост сред изследователи и

²⁰ Майсторски клас на Шенон Прат

- <http://subscribe.ru/archive/economics.school.appraisers/200610/30222114.html>

²¹ Business Valuation Standards // American Society of Appraisers. — November 2005.

<http://www.bvappraisers.org/glossary/>

аналитици. Редица автори препоръчват дефинирането на фундаменталната стойност, за да се съпостави с пазарната стойност на компанията или с цената, която сериозен купувач предлага.

Пазарна стойност (market value) е ключов вид стойност при установяване на информирано очакване за цената на предприятие или актив, която не зависи от купувача и продавача. Тази стойност представлява разчетна величина, изразена в пари, срещу която на датата на оценката едно имущество би сменило собственика си, преминавайки от ръцете на продавача в ръцете на купувача, при което и двамата действат информирано, благоразумно и без принуда и достътъчно добре познават предмета на сделката и съществуващите пазарни условия за нейното реализиране. Тя отразява баланса между търсенето и предлагането на конкурентен пазар, формиран от множество агенти. При определянето ѝ неизбежно присъства елемент на субективизъм не поради непълна информация, а в резултат на различните предпочитания на агентите по отношение на риска, различните прогнози и интерпретации на една и съща информация.

Всяко изчисление на пазарната стойност се основава на предположението за съществуване на активен и функциониращ пазар. Продавачът и купувачът, визирани в определението на пазарната стойност, са хипотетични, а не конкретни, лица. Поради това пазарната стойност отразява колективното възприемане на ценността на оценявания обект на конкретен пазар и е база за оценка на повечето ресурси в пазарната икономика²².

Особено актуален е въпросът за *взаимовръзката между фундаменталната и пазарната стойност на компанията*. При ефективен и равновесен пазар те ще съвпадат, но на формиращ се пазар това не се случва. Като вземем предвид и факта, че значителна част от акциите на публичните компании реално не се търгуват, оценката на фундаменталната стойност е може би единствената оценка, с която компанията разполага в условията на формиращ се капиталов пазар. Първоизточник на фундаменталната стойност на компанията е реалния ѝ бизнес. Следователно отговорността за създаването на тази стойност е в ръцете на корпоративния мениджмънт, а не на пазара. Пазарът не създава стойност, но има очаквания, които са проектирани в пазарната стойност на компанията, чиято „котва” по същество е фундаменталната стойност.

По отношение на измерването на стойността, при огромното разнообразие от показатели, които се предлагат, е целесъобразно да се използват метрики, разбираеми за мениджърите и еднакво приложими в различните компании. В света на корпоративните финанси, обаче, се водят дискусии относно избора на модел за конструиране на тези показатели, който да се прилагат на всички управленски равнища в организацията и да стимулират ръста на стойността ѝ, респ. на богатството на акционерите. В хода на тези дискусии са създадени многообразни модели и аналитични подходи, които въпреки значителното им разнообразие, могат да се класифицират в две групи, всяка от които със своя детерминанта.

В основата на *първата група модели* е заложена идеята, че стойността на компанията, на всяка нейна стратегия или инвестиция, е равна на текущата стойност на

²² Като частен случай на пазарната стойност може да се разглежда *пазарна капитализация (market capitalization of equity)* – разчетна величина за публично предлагани компании, представляваща произведение от броя на емитираните от дружеството акции и средно-претеглената им цена за деня на борсовата сесия. Тя се използва за характеристика на определен пазар, борсов индекс или отделно предприятие.

подходящо дисконтирани бъдещи нетни парични потоци (FCF), оценяващи достоверно стойността на компанията, тъй като отчитат изменението на парите във времето и многообразието на риска – фактори, които инвеститорите особено много ценят. На основата на паричните потоци са разработени различни модели, измерващи добавената или разрушена (загубена) стойност в компанията през съответния период. Най-популярните от тях са *акционерната добавена стойност* - (Shareholder Value Added - SVA), *парична добавена стойност* – (Cash Value Added - CVA) и *парична възвращаемост на инвестициите* (Cash Flow Return on Investment – CFROI)²³.

Втората група модели търси компромис между счетоводния и финансовия подходи при анализа и оценката на компанията чрез корекции в инвестирания капитал и в оперативна печалба, за да се отрази икономическата същност на активите. Тази група се базира на икономическата печалба (Economic Profit - EP) - печалбата, оставаща в предприятието след като всички заинтересовани страни са адекватно компенсирани за своите усилия (акционери, мениджъри, кредитори, персонал и т.н.). Профилът на групата се очертава главно от *модела на икономическата добавена стойност* (Economic value added - EVA) и *моделът на пазарната добавена стойност* (Market value added, MVA). Предимствата и недостатъците на тази група модели са представени в таблица 1.

Таблица 1. Предимства и недостатъци на моделите за добавената стойност

Показатели	ПРЕДИМСТВА	НЕДОСТАТЪЦИ
EVA	<p>Приложим на ниво компанията и отделни изнес единици</p> <p>Отразява цената на капитала</p> <p>Изравнява интересите на мениджърите и акционерите</p> <p>Позволява сравнения между компании с различна структура на активите и капитала</p> <p>Ефективен инструмент за управление на стойността на компанията</p> <p>Характеризира фундаменталната стойност на компанията</p>	<p>Игнорира паричните потоци</p> <p>Нетолерантен към дългосрочните инвестиции</p> <p>Използва само финансови показатели</p> <p>Може да доведе до решения, насочени към краткосрочни ползи чрез намаляване на разходите за капитал</p>
MVA	<p>В абсолютна стойност характеризира прираста на пазарната стойност над собствения капитал на компанията</p> <p>Използва се като ориентир за очакванията на инвеститорите</p>	<p>Зависи от пазарната капитализация</p> <p>Неприложим при непубличните компании, както и на ниво отделна бизнес единица</p> <p>Не дава представа за ефективността на стратегията на предприятието</p>

Значителното разнообразие от иновативни показатели за измерване на стойността позволява на мениджърите да варират с тях в зависимост от ситуацията. От

²³ По-подробно вж. В.Касърва. Управление на стойността – нова управленска концепция. В сб. Финансови иновации – изследвания и практики. НБУ, с.29-62

друга страна, способността на човек да задържи в съзнанието си не повече от 7 показатели, без да загуби цялостна представа за наблюдавания процес, в известен смисъл ги ограничава. Към това трябва да се прибави и фактът, че броят на тези показатели непрекъснато се увеличава, както във връзка с по-нататъшното развитие на VBM концепцията²⁴, така и във връзка с появата на нови показатели и модифицирането на някои от съществуващите.²⁵

Въвеждането на новата финансова метрика в корпоративния мениджмънт в България обезателно трябва да се съобрази с факта, че преобладаващата част от българските компании са млади, намиращи се на стадий на растеж. Докато биологическите системи са творение на природата, то стопанските организации се създават от хората. За разлика от биологичните системи обаче, организациите могат да съществуват много дълго, дори вечно, въпреки че при тях също има цикличност в развитието. За организациите времето не е определящ фактор. Те стареят и умират не поради възрастта си, а от грешки в управлението, което е практически потвърдена закономерност. В тази връзка задачата на мениджмънта на българските компании трябва да бъде с най-малко загуби те да бъдат доведени и дълго време задържани във фазата на разцвет, като не се допускат процеси, предизвикващи остаряване. И един от пътищата за това е превръщането на стойността в цел на бизнеса и въвеждане на финансовите показатели на VBM концепцията в българската управленска практика. Целесъобразно е при това да се започне с показателите EVA и MVA, които са своеобразен мост между счетоводния и финансовия аналитични модели.

Но дали EVA е добър и достатъчен показател за оценка на ефективността на компанията на формиращите се пазари? В търсене на отговор на този въпрос в рамките на обучението в Магистърска програма „Финанси” на НБУ понастоящем се провежда емпиричен тест²⁶, който изследва връзката между EVA и MVA. Същият обхваща развитието на 163 компании през 4-годишен период (2005-2008 г.) или 40.75% от всички регистрирани към 31.12.2008 г. компании на Българската фондова борса, разпределени в 4 основни групи: 1) промишленост, 2) селско стопанство и производство на храни, 3) услуги, 4) други.

Резултатите от теста ще бъдат обект на следващи доклади и публикации, но предварителните резултати показват, че само показателят EVA сам по себе си е недостатъчен, за да се направи заключение за ефективността на стопанската дейност. Съвършено различна е ситуацията, когато показателят се декомпозира до набор от съставляващите го индивидуални показатели - KPI (key performance indicators) и се обвързва с някои от другите стойностни метрики (освен с MVA), например с CVA и CFROI.

²⁴ В началото на 21 век VBM навлиза в нова фаза на развитие – всестранно управление на стойността (Holistic Value-Based Management).

²⁵ Запорожский А.И. Управление стоимостью компании и стратегический анализ на основе модели Modified Cash Value Added (MCVA). Электронный журнал „Корпоративные финансы”, №1, 2007 г. с.78-110; Strack R., Villis U., “RAVE™: Integrated Value Management for Customer, Human, Supplier and Invested Capital”, 2003; Basic information on VAIC™ - Електронен ресурс: <http://www.vaic-on.net/download/VAIC-calculation.pdf>; Shu-Lien Chang . Valuing Intellectual Capital and Firms' Performance – modifying Valued Added Intellectual Coefficient (VAICTM) in Taiwan IT industry – Електронен документ: <http://www.fma.org/Prague/Papers/2008Europeanconference-ShulienChang.pdf>

²⁶ За обработване на информацията в емпиричния тест се използва статистически софтуер STATA на STATA Corporation, команда GLLAMM (Generalized Linear Latent and Mixed Models - генерализирани линейни латентни и смесени модели), развита и реализирана от Sophia Rabe-Hesketh, Anders Skrondal и Andrew Pickles. Тестът се провежда от дипломант Любен Сяров под ръководството на доц.д-р Виолета Касърова.

Концепцията за управление на стойността е сериозно предизвикателство към финансовите мениджъри особено на формиращите се капиталови пазари. Тя променя досегашните стереотипи на финансовия анализ и диагностика, както и технологията за подготовка на стратегически решения. Приложението ѝ до голяма степен зависи от информираността на мениджърите, както и от новаторския им дух да изградят нова корпоративна култура, неизменен елемент на която се явява управлението на стойността.

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

1. Волков Д.Л. Управление стоимостью: показатели и модели оценки.//Российский журнал менеджмента. Т. 3. №4. 2005.
2. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. Изд. дом С.-Петербургского государственного университета, 2006.
3. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту//Российский журнал менеджмента. №4. 2004.
4. Касърова В. Управление на стойността – нова управленска концепция. Сб. Финансови иновации – изследвания и практики. НБУ, 2008.
5. Касърова В. Финансовият анализ в контекста на управлението на стойността на компанията. Сб. Финансови решения: изследвания и практики, НБУ, 2009.
6. Мартин Д.Д., Петти Д.В. VBM – управление, основанное на стоимости. Баланс Бизнес Букс, 2006
7. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор. Юрайт.М., 2009
8. Copeland T., Koller T., Murrin J. How to value a multinational business. Planning Review, May-June 1990.
9. Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons: N. Y., 1995.
10. Copeland T., Dolgoff A. Outperform with Expectatoin-Based Managementtm , John Wiley& Sons, Inc., 2005
11. Madden J. Creating corporate value. Financial Executive, March-April 2004.
12. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. The Free Press, New York, 1986.
13. Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Business: N. Y., 1991.